

明阳智能 (601615)

加码“风光互补”，平价时代盈利依旧强劲

——明阳智能系列报告 20

	鹿钧文(分析师)	周淼顺(分析师)	石岩(分析师)
	021-38674703	021-38038264	0755-23976068
	pangjunwen@gtjas.com	zhoumiaoshun@gtjas.com	shiyanyan019020@gtjas.com
证书编号	S0880517120001	S0880521040003	S0880519080001

本报告导读:

公司公告拟投建年产 5GW 光伏高效电池和组件项目，我们认为，公司“风光互补”加速推进，同时平价时代快速降本，盈利能力强劲，在手订单饱满，业绩高增可期。

投资要点:

维持“增持”评级。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 1.46、1.49、1.58 元，维持目标价 30.20 元。

布局 HJT，加码“风光互补”。公司公告拟 30 亿元投建年产 5GW 光伏高效电池和组件项目，技术路线为异质结。预计项目建设周期 5 年，分三期进行：2021、2022 年各完成 1GW 电池+1GW 组件项目，2025 年前完成三期 3GW 电池+3GW 组件建设。订单需求方面，公司目前积极推进风光一体化项目建设，且原客户风、光重合度较高，销售渠道通畅。预计公司光伏产品将先进行自产自销，后续借助原有客户资源开展产品推广。我们认为，公司在光伏领域已筹备多时，此次布局 HJT 电池组件产能，突显公司对前瞻技术的理解与把握，同时进一步推进公司“风光互补”战略，执行能力强大，成长路线清晰。

锁价不惧原材料涨价，大型化推进快速降本，平价时代风机盈利能力依旧强劲。公司零部件价格已与上游企业提前锁定，价格较去年下降 15%，不受近期钢材价格上涨影响；公司积极推进机组大型化，功率提升超过成本增加，单位成本显著下降。以公司 4MW 风机为例，提升到 6MW，单位成本降低 20%。两因素叠加带动公司总成本降低 40% 以上。公司 2GW 云南订单，机型为 6.25MW 陆地机型，在新签价格下降 30% 情况下，测算毛利率反而略有提升，体现强大降本能力，平价时代盈利能力依旧强劲。

催化剂。大功率风机成本下降；海风项目启动加速；光伏项目快速扩产。
风险提示。海上风电发展过快出现质量问题、施工能力限制交付量。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,493	22,457	26,394	30,092	34,606
(+/-)%	52%	114%	18%	14%	15%
经营利润 (EBIT)	714	1,981	3,378	3,446	3,668
(+/-)%	89%	178%	71%	2%	6%
净利润 (归母)	713	1,374	2,841	2,899	3,074
(+/-)%	67%	93%	107%	2%	6%
每股净收益 (元)	0.37	0.70	1.46	1.49	1.58
每股股利 (元)	0.06	0.08	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率 (%)	6.8%	8.8%	12.8%	11.5%	10.6%
净资产收益率 (%)	10.6%	9.3%	14.1%	12.6%	11.8%
投入资本回报率 (%)	4.6%	8.3%	10.9%	9.9%	9.4%
EV/EBITDA	10.99	9.85	4.37	3.34	1.69
市盈率	41.92	21.74	10.51	10.30	9.72
股息率 (%)	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.20

上次预测: 30.20

当前价格: 15.31

2021.05.14

交易数据

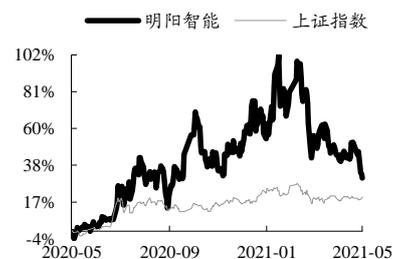
52 周内股价区间 (元)	11.26-23.68
总市值 (百万元)	29,869
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,951/1,059
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	54%
日均成交量 (百万股)	25.80
日均成交值 (百万元)	481.21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,821
每股净资产	8.11
市净率	1.9
净负债率	-59.44%

EPS (元)	2020A	2021E
Q1	0.08	0.13
Q2	0.18	0.40
Q3	0.21	0.43
Q4	0.23	0.50
全年	0.70	1.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-28%	31%
相对指数	-8%	-22%	13%

相关报告

业绩持续高增，海风交付高峰临近 2021.04.30

业绩高增符合预期，海风王者迎黄金发展 2021.04.08

受收入确认节奏影响，Q4 业绩低于预期 2021.01.28

众星捧月定增完成，海风龙头开启新征程 2020.11.20

风机功率行业领先，业绩有望逐季上行 2020.11.02

模型更新时间: 2021.05.14

股票研究

工业
资本货物

明阳智能(601615)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.20**

上次预测: 30.20

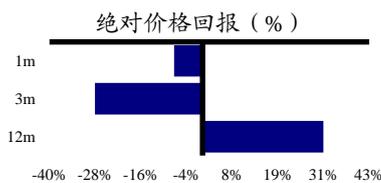
当前价格: 15.31

公司网址

www.mywind.com.cn

公司简介

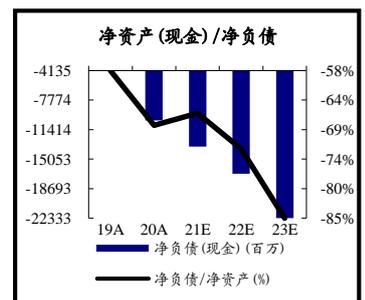
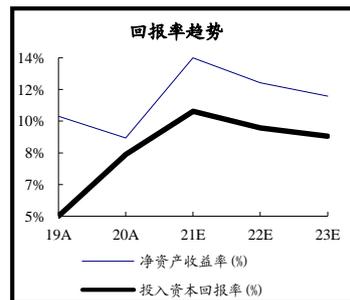
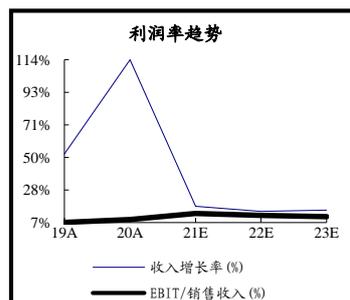
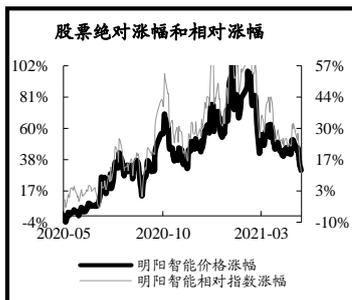
公司是全球顶级的风机制造商和清洁能源整体解决方案提供商,致力于能源的绿色、普惠和智慧化,业务涵盖风能、太阳能产业,已发展成为国内领先、全球具有重要影响力的智慧能源企业集团。公司主营业务包括新能源高端装备、兆瓦级风机及核心部件的开发设计、产品制造、运维服务、新能源投资运营。



52周内价格范围 11.26-23.68
市值(百万) 29,869

财务预测(单位:百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表					
营业总收入	10,493	22,457	26,394	30,092	34,606
营业成本	8,116	18,287	20,640	23,788	27,650
税金及附加	52	105	132	150	173
销售费用	895	975	1,056	1,204	1,384
管理费用	419	509	660	903	1,038
EBIT	714	1,981	3,378	3,446	3,668
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	290	16	13	15	17
财务费用	267	386	278	308	338
营业利润	739	1,579	3,196	3,253	3,471
所得税	86	173	412	421	446
少数股东损益	-51	-70	-83	-84	-90
净利润	713	1,374	2,841	2,899	3,074
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	10,773	16,333	20,058	23,951	30,055
其他流动资产	337	1,314	1,614	1,914	2,214
长期投资	422	539	589	639	689
固定资产合计	4,656	6,962	9,531	9,531	9,531
无形及其他资产	1,359	6,104	6,504	6,904	7,304
资产合计	34,696	51,628	60,972	68,488	77,221
流动负债	18,162	27,045	30,561	34,762	40,010
非流动负债	9,441	9,498	9,998	10,498	10,998
股东权益	7,092	15,084	20,413	23,228	26,212
投入资本(IC)	13,729	21,110	26,977	30,315	33,924
现金流量表					
NOPLAT	631	1,749	2,939	2,998	3,191
折旧与摊销	454	587	100	100	100
流动资金增量	-5,856	-3,537	-2,028	-1,860	-3,800
资本支出	-2,320	-3,304	-1,319	-1,018	-1,040
自由现金流	-7,091	-4,505	-308	220	-1,549
经营现金流	5,755	3,631	4,876	4,785	6,945
投资现金流	-2,143	-3,763	-1,411	-1,108	-1,128
融资现金流	3,933	5,169	260	216	287
现金流净增加额	7,545	5,037	3,725	3,893	6,104
财务指标					
成长性					
收入增长率	52.0%	114.0%	17.5%	14.0%	15.0%
EBIT增长率	89.0%	177.6%	70.6%	2.0%	6.5%
净利润增长率	67.3%	92.8%	106.8%	2.0%	6.0%
利润率					
毛利率	22.7%	18.6%	21.8%	21.0%	20.1%
EBIT率	6.8%	8.8%	12.8%	11.5%	10.6%
净利润率	6.8%	6.1%	10.8%	9.6%	8.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.6%	9.3%	14.1%	12.6%	11.8%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.5%	4.5%	4.1%	3.9%
投入资本回报率(ROIC)	4.6%	8.3%	10.9%	9.9%	9.4%
运营能力					
存货周转天数	126.4	169.1	150.0	150.0	130.0
应收账款周转天数	165.3	60.4	60.0	60.0	60.0
总资产周转天数	1,206.9	839.1	843.2	830.7	814.5
净利润现金含量	8.1	2.6	1.7	1.7	2.3
资本支出/收入	22.1%	14.7%	5.0%	3.4%	3.0%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	70.8%	66.5%	66.1%	66.1%
净负债率	-58.3%	-68.3%	-66.1%	-72.6%	-85.2%
估值比率					
PE	41.92	21.74	10.51	10.30	9.72
PB	3.57	2.51	1.48	1.29	1.14
EV/EBITDA	10.99	9.85	4.37	3.34	1.69
P/S	2.01	1.28	1.09	0.95	0.83
股息率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		